

## 企業進行現金減資之宣告效果及對其營運績效之影響

林鴻光

安永會計師事務所台中所所長

許永聲

國立中興大學會計系副教授

沈家瑜

國立中興大學會計學研究所碩士

### 摘要

本研究探討公司宣告現金減資之訊息效果,並驗證現金減資對股票流動性及實質營運績效的影響。Jensen (1986) 指出,若公司處於低成長機會階段且擁有較高自由現金流量時,經理人可能採行有損股東價值之無效率投資,本文則認為當公司進行現金減資時,將可以有效降低前述的代理問題。故本研究將驗證公司宣告現金減資對股東是否具有訊息效果,同時亦檢測進行現金減資後,是否會影響其股票流動性及營運績效。實證結果發現,公司宣告現金減資後,股價具有正向的宣告效果,且宣告日前股價有事先反應的現象。此外宣告現金減資能提升股票流動性。實施現金減資對企業長期營運績效並無影響,但可透過現金減資增加資產週轉效益,達成提升短期營運績效目的。

**關鍵詞：**現金減資、異常報酬、流動性、營運績效

### 壹、緒論

Jensen (1989) 的研究指出,若公司處於低成長機會且擁有較高自由現金流量,則其經理人傾向會採行無效率的支出或有損公司價值之投資行為,亦即經理人與股東間之利益衝突較為嚴重。此外,其經理人為了避免其可掌握的資源變少,往往較不願意發放股利給股東。在歐美國家,Jensen (1986) 則指出公司可以透過對外舉債的方式,將可減緩低成長機會但高現金流量公司進行有損公司價值的行為。因為舉債行為將使得公司必須支付固定的利息負擔,等同於替代性發放股利<sup>1</sup>。亦即,舉債可限制公司經理人過度投資或無效率的支出行為。故從前述可知高自由現金流量與低成長機會的公司,經理人較可能涉入非股東價值極大化之活動(例如淨現金流量為負的投資決策或自我消費的行為),此外若公司能透過舉債的安排,將可以有效降低經理人與股東間的代理成本。

然而有別於歐美先進國家,當國內的企業成長減緩時,或其獲利成長速度跟不上股本膨脹速度,而會出現每股盈餘衰退之情形時,則公司將可以透過減資的

<sup>1</sup> Gul and Tsui (1998) 和 Gul and Tsui (2001) 研究指出審計人員對代理成本較高的公司,即高自由現金流量但低成長機會之公司,收取較高之公費,而若公司舉債則將能有效降低代理成本與抑制審計公費的效果。

方式縮減經營規模<sup>2</sup>，除可以維持財務績效穩定成長外，亦可透過減資的安排將股本退還給股東<sup>3</sup>，以緩和經理人與股東間之代理成本。自2006年起，國內上市櫃公司，開始陸續出現現金減資，將閒置的資金退還給股東，且在晶圓代工大廠聯電在2007年1月也宣佈每股現金減資新台幣3元後，更吸引國內不少企業（如中華電、台灣大哥大與遠傳等）跟進實施，至目前現金減資已經成為企業財務決策的重要工具，也是資本市場一個重要的討論課題。

根據現行相關法令規定<sup>4</sup>，減資之類型分為彌補虧損之減資、庫藏股減資及現金減資三種。彌補虧損之減資通常是因為公司出現嚴重虧損，為提高每股淨值，或為打消帳面上虧損而採取的動作，因此只有在公司有嚴重虧損且短期未能轉虧為盈或可能面臨違約時才會出現，傳遞給投資人的是公司負面評價的訊號。庫藏股減資則是依證交法規定買回庫藏股進行減資，這種減資對企業的影響，理論上雖需視買回價格而定，但在資本市場通常都視為好消息（McNally, 1999; Dittmar, 2000）。現金減資方式一般發生在企業之經營狀況及獲利能力良好，有相當盈餘且帳上現金充沛，但所屬產業環境已趨成熟，短期間內無合適的投資管道或資本資出，又不想將資金閒置拖累獲利績效，而將現金歸還股東從而減少流通在外的股份，在不影響營運跟獲利的情況下，提高公司的獲利率，因此投資人會將此方式視為公司正面評價的訊號（林瑋莉，2006；楊芳瑜，2006）。

相對於彌補虧損之減資對股價的負面效應，資本市場對於庫藏股減資及現金減資通常傾向於比較正面的評價。現金減資之性質及相關規定與庫藏股減資相似，不論是現金減資或買回庫藏股註銷，股東權益報酬率和每股報酬都會增加（林瑋莉，2006），可視為正面的評價訊號<sup>5</sup>。其次，如同前述，當公司所處成長機會較低但擁現金流量高時，若公司能透過減資的方式，將減少的資本退回給股東，將可以有效抑制經理人進行不當投資決策或自我消費等剝削股東利益之行為，故進而可以降低股東與經理人間的代理問題。第三，相對於盈餘分配，股東經由現金減資所拿回的現金也沒有稅負的問題<sup>6</sup>，因此投資人視此為一利多訊息，股價在宣告現金減資後也會出現正向異常報酬。因此我們推論現金減資宣告對於投資人而言可視為一正向的訊息。

目前現有文獻大都集中於彌補虧損之減資（林寶珍，2004；邱繼毅，2004）及庫藏股減資（McNally, 1999），現金減資之文獻相對甚少，且只限於討論現金減資宣告的股價反應（林瑋莉，2006；楊芳瑜，2006）。但投資人對企業政策的變動，所關心的除了股價反應情況外，也會注意股票流動性狀況的改變及對基本面營運狀況的影響。故本文以辦理現金減資之上市櫃公司為樣本，除了驗證

<sup>2</sup>歐美國家等市場所謂的減資(deduction)，所減少的為每股票面金額，且流通在外股數不變，因此減資前後之每股盈餘、每股淨值不變，換發股票後對股價也無影響，與國內現金減資減少流通在外股數並將減少的資本退回給股東的運作狀況並不相同。

<sup>3</sup>國內現金減資的第一個案例為2002年3月晶華酒店利用「現金減資」，每股退還現金新台幣5元給股東的方式，將股本從新台幣43億元，減少至新台幣21.56億元。

<sup>4</sup>對於減資的相關規定，公司法主要為第167條之一及第168條，證券交易法則有第28條之二第三項，至於公開發行公司申辦減資的程序則必須依照「發行人募集與發行有價證券處理準則」第73條及第74條之規定。

<sup>5</sup>但現金減資和買回庫藏股之後註銷，對企業價值的影響還是有所不同，庫藏股減資等於以買回庫藏股之現金換回股份，買回減資之股份來自賣出之股東，如果買回庫藏股之價格高於每股淨值，則減資後的每股淨值將減少；而現金減資，實際上就是以面額減資，只是買回之股份為全體股東平均分攤，在資產負債表上僅是現金部位與股本的同額減少，如果原本的現金部位為閒置資金，則減資後現金的減少並不會影響公司之營運，但因股本減少，減資後之每股盈餘及每股淨值將提高。

<sup>6</sup>當公司的現金部位很多，股東又有資金需求時，有盈餘分配及現金減資兩種方式將現金由公司移轉給股東。但對股東而言，盈餘分配有課稅的問題，現金減資則無。（郭宗銘，2006.10.30，經濟日報）

企業宣告現金減資後，對股價是否有股價宣示效果（是否具有異常報酬）外，同時討論對其股票流動性及營運績效的影響。

在營運績效方面，現金減資的主要目的是透過降低資產總額、股本及股數，直接改善 EPS、ROA 及 ROE 等財務績效指標，但從 Jensen(1986)投資成長機會的觀點，公司宣告現金減資可能表示公司未來的成長機會較小，因而預期公司現金減資後的實質經營績效將較現金減資前差。此實質經營績效的變動可能將抵銷公司辦理現金減資改進財務績效指標的效果。因此本研究也將探討企業辦理現金減資改進財務績效指標的目的是否能達成。此外 Akhigbe and Madura (1996)從訊號發射效果的觀點，認為現金減資可能隱含管理當局對未來經營績效的樂觀預期，與 Jensen(1986)的看法並不相同，因此本研究以 Tobin Q 及銷貨邊際利潤率做為實質營運績效指標，再進一步探討公司現金減資後的實質經營績效是否會與減資前有差異。

本文共分為五個部分，除第一部份為緒論外，第二部分為文獻探討與假說的建立，第三部分為研究設計，第四部分為實證結果，最後則為本文的結論與建議。

## 貳、文獻探討與假說建立

根據相關法令規定，減資的類型可以分為一般減資、庫藏股減資及現金減資三個類型。文獻上就其宣告效果及後續影響的研究方面，邱繼毅（2004）及林寶珍（2004）發現公司宣告以庫藏股減資方式買回股票，股價有正向反應，符合對未來前景看好但股價卻被低估的訊號發射假說；但當公司宣告減資以彌補虧損時，所發出的訊號為管理當局預期未來公司之經營績效不佳，對投資者而言，此減資宣告訊號具有負面效果。而 McNally (1999)、及 Dittmar (2000)檢視庫藏股減資宣告的股價反應，發現有顯著的正向異常報酬。

在現金減資方面，國外相關文獻大多以美國市場為研究對象，但美國市場所謂的減資(deduction)，所減少的為每股票面金額，且流通在外股數不變，因此減資前後之每股盈餘、每股淨值不變，換發股票後對股價也無影響，與國內現金減資減少流通在外股數的運作狀況並不相同。因此本文對於現金減資相關文獻的討論係以國內文獻為主。

相對於現金增資文獻普遍認為現金增資對股價有負面的宣告效果(Kalay and Shimrat, 1987; Barclay and Litzenberger, 1988)。林瑋莉（2006）及楊芳瑜（2006）則發現，由於現金減資企業將閒置的資金退還給股東，不但提升每股淨值與股東權益報酬率，投資人若以一般同業的本益比或市價淨值比推算減資公司所發行股票的合理市價，則對減資公司易有股價偏低之預期，基於此種預估心理，股價可能受激勵作用而上漲，此外，相對於盈餘分配，股東經由現金減資所拿回的現金也沒有稅負的問題<sup>7</sup>，因此投資人視此為一利多訊息，股價在宣告現金減資後也會出現正向異常報酬。本文則進一步檢測宣告前後的股價反應，以探討股價是否事先反應部分利多，以及現金減資是否具有正面的訊號發射效果、或者宣告後的異常報酬僅為宣告前異常下跌之後的回升現象。所建立之對立假說如下：

**假說一：上市櫃公司宣告現金減資對其股價具有正向的宣告效果。**

雖然邱繼毅(2004)發現上市櫃公司宣告減資以彌補虧損後，公司的股票流動

<sup>7</sup> 當公司的現金部位很多，股東又有資金需求時，有盈餘分配及現金減資兩種方式將現金由公司移轉給股東。但對股東而言，盈餘分配有課稅的問題，現金減資則無。（郭宗銘，2006.10.30，經濟日報）

性較宣告前低。但現金減資既可解決股本過度膨脹問題，又可提升每股盈餘及每股淨值，對企業形象有正面的影響，較容易吸引投資人的注意。例如從 2002 年的晶華酒店到 2006 年的聯電，現金減資宣告都能獲得媒體的廣泛討論且獲得相當正面評價，認為現金減資能夠達到企業瘦身效果，讓未來最終獲利數據出現快速的彈升，提高投資評價指標，因此減資宣告會吸引投資人的注意及公司能見度，所反映出來的就是股票的成交量因而大幅增加。因此本研究推測公司宣告以現金減資方式退還股款予股東，於宣告後公司之股票流動性會較宣告前佳。所建立的對立假說如下：

**假說二：上市櫃公司宣告現金減資後，其股票流動性較宣告前佳。**

文獻上對於企業辦理現金增資對其經營績效影響的論點並不一致，例如 McLaughlin, Safieddine and Vasudevan (1996)認為企業以資本支出為目的的現金增資能改進長期經營績效，但 Loughran and Ritter (1997)卻認為現金增資公司的長期經營績效較其配對公司差。國內實證研究方面，王克陸、黃思瑋與陳建瑋（2006）及陳振遠與王朝仕（2007）發現現金增資公司在現金增資後，營業報酬率有顯著下降的情況，與現金流量假說的觀點一致。而現金減資的主要目的是透過降低資產總額、股本及股數，直接改善 EPS、ROA 及 ROE 等財務績效指標。對股東而言，現金減資只是企業目前配息能力的增加，不一定代表公司長期經營績效會跟著提升。

現金減資係利用企業的閒置資金（現金部位），透過減少股本的方式發放現金，退還股款給股東，對公司資金變動的影響而言，其效果類似發放大額現金股利，從 Jensen and Meckling (1976)及 Jensen (1986)投資成長機會的觀點，如果公司未來的成長機會愈大，未來營運資金的需求越多，會偏向於保留現金以作為未來投資之用，因此公司宣告現金減資表示公司未來的成長機會較小，且如果企業減資之理由，只因為公司資金短期內未有合適的投資計劃，則公司對於企業業績的成長顯然持有較保守的態度。Copeland (1987)、Chang and Rhee (1990)及 Fama and French (2001)的實證結果也顯示，成長機會高的公司傾向於保留現金，因此辦理現金減資的企業通常對於其未來的成長機會較不看好，預期公司現金減資後的實質經營績效將較現金減資前差。且此實質經營績效的變動可能將抵銷公司辦理現金減資改進財務績效指標的效果。

不過 Eisemam and Moses (1978)、Elgers and Murray (1985)及 Lakonishok and Lev (1987)認為在資訊不對稱的情況下，管理當局會透過現金（股利）的支付，傳遞對公司前景的看法，從 Aharony and Dotan (1994)及 Akhigbe and Madura (1996)的訊號發射效果假說來看，公司若辦理減資退還股款予股東，其資金可能為自有的閒置資金，或向銀行及其他債務人借入資金。當閒置資金不足以因應減資所必須支付予股東之股款及營運上需求時，則公司必須藉舉債籌措。若非以自有閒置資金進行現金減資，則企業之負債比率提高，將影響企業未來的營運能力。因此只有當管理當局看好未來公司之營運狀況，未來公司的淨現金流入足以支應資金之需求，才可能以現金減資方式退還股款予股東，現金減資可能隱含管理當局對未來經營績效的樂觀預期。此推論與 Jensen (1986)的看法並不相同。

針對此兩種不同方向的推論，本文將分別檢視企業實質經營績效在現金減資前後是否有差異、以及辦理現金減資是否能達到提升財務績效指標的目的。分別建立下列對立假說：

**假說三：上市櫃公司現金減資後，其實質營運績效異於宣告前的實質營運績效。**

假說四：上市櫃公司現金減資決策會提升其財務績效。

## 參、研究設計

### 一、資料來源及樣本選取標準

國內上市櫃公司宣告現金減資，係自 2002 年 3 月晶華酒店開啟先例，因此本研究以 2002 年 1 月 1 日至 2007 年 12 月 31 日間，以我國宣告辦理現金減資之上市櫃公司為研究對象，總共有 23 家上市櫃公司宣告辦理現金減資，扣除觀察期不足 120 天之公司，最後觀察值總數為 18 家，相關資料如表 1 所示：

表 1 宣告現金減資樣本公司相關資料

股票代號	樣本公司	主要產業別	宣告現金減資日期
2707	晶華酒店（第一次）	飯店業	2002/3/25
2514	龍邦開發	營建業	2005/4/1
5302	太欣	IC 設計	2005/5/12
2437	旺詮	IC 設計	2006/4/21
2707	晶華酒店（第二次）	飯店業	2006/8/16
2401	凌陽科技	IC 設計	2006/10/19
2301	光寶科技	電腦週邊	2006/11/14
1708	東鹼	化學	2006/11/27
2379	瑞昱	IC 設計	2006/12/1
2303	聯電	晶圓代工	2007/1/23
1810	和成	住宅設備	2007/4/4
4104	東貿	醫療耗材	2007/4/17
2365	昆盈企業	電腦週邊	2007/4/24
2390	云辰	電腦週邊	2007/4/25
2412	中華電信	電信業	2007/4/24
2332	友訊科技	網路設備	2007/4/25
4904	遠傳	電信業	2007/4/30
3045	台灣大	電信業	2007/5/7

研究相關資料來源如下：

1. 樣本公司之減資後新股上市日期、減資基準日、減資公司之相關資料等皆來自「台灣經濟新報資料庫」及公開資訊觀測站。
2. 樣本公司之相關財務資料及股價資訊等資料是由「台灣經濟新報資料庫」以及公開資訊觀測站中取得。

樣本其選取標準如下：

1. 須為台灣證券交易所之上市公司，或是在中華民國證券櫃檯買賣中心交易之上櫃公司。
2. 樣本公司若有財務資料不全或無法取的相關資料者，將從樣本中排除。
3. 減資計畫須確實完成，若於減資宣告後取消該減資計畫者，將不列入本

研究樣本中。

## 二、變數衡量及模型設定

### (一) 上市櫃公司宣告現金減資對其股價的宣告效果

本研究利用事件研究法與 Barber and Lyon (1997) 透過規模調整後的報酬 (size-adjusted abnormal stock return)，估計買進並持有 (buy-and-hold return) 異常報酬 (abnormal return) 的方法進行分析，驗證公司宣告以現金減資方式退還股款予股東，在宣告後之異常報酬。其步驟如下：

#### 1. 事件日之確認

本研究以上市公司董事會通過決議辦理現金減資當日為宣告日，也就是事件日，資料來源取自股市公開資訊觀測站所公布之資料。

#### 2. 估計異常報酬率

本文以公司宣告辦理現金減資之宣告日為事件日，事件期設定為事件日當天、事件日前後 1 天、5 天、20 天、60 天及 120 天，檢視平均異常報酬與累積平均異常報酬之變化。

#### 3. 異常報酬之衡量 (BHAR)

過去文獻計算異常報酬大多採用累計報酬 (cumulative abnormal return, CAR) 方式，然而 Blume and Stambaugh (1983) 以及 Conrad and Kaul (1993) 等研究指出，以累計報酬計算形成每日調整投資組合 (rebalance) 會形成報酬估計偏誤，故以買進並持有策略的異常報酬 (buy-and-hold abnormal return, BHAR) 計算較為正確，Barber and Lyon (1997) 亦指出 BHAR 的優點在於更能真實的反映出投資者之經驗，且亦能反映 CAR 所忽略的月份混合效應 (曹壽民等，2007)，本文依據 Barber and Lyon (1997) 透過規模調整後的報酬 (size-adjusted abnormal stock return)，估計買進並持有的異常報酬 ( $BHR_{i,t}$ ) 的方法<sup>8</sup>，其定義如下：

$$BHR_{i,T} = \prod_t^T (1 + R_{i,t}) - 1 = (1 + R_{i,0})(1 + R_{i,1}) \dots (1 + R_{i,T}) - 1 \quad (1)$$

$$BHR_{ctrl,T} = \prod_t^T (1 + R_{ctrl,t}) - 1 = (1 + R_{ctrl,0})(1 + R_{ctrl,1}) \dots (1 + R_{ctrl,T}) - 1 \quad (2)$$

$$BHAR_{ctrl,T} = BHR_{i,T} - BHR_{ctrl,T} \quad (3)$$

式中  $R_{i,t}$  為買入並持有異常報酬，係以月報酬為計算基礎。式(1)係指 i 公司股票在  $t=0$  持有至終期之持有期間報酬率。式(2)估計在十分位組合下(decile portfolio)同一規模(公司股東權益市值)公司買入並持有(buy and hold)的報酬。式(3)將 i 公司股票的報酬( $BHR_{i,t}$ )減除同一規模公司的報酬( $BHR_{ctrl,t}$ )，得出 i 公司買進並持有的異常報酬( $BHAR_{i,t}$ )。

<sup>8</sup> 本文同時以的作法，利用規模調整後的累積異常報酬 (CAR) 進行分析，檢測結果並不影響本文最後的結論。

## (二) 上市櫃公司宣告現金減資後的股票流動性。

雖然 Dubofsky and Growth(1984)認為流動性可由以市場價格完成交易所需花費之時間或一定時間賣出股票所需的價格折讓來表示。但價格折讓幅度影響變數較多, 因此實證上常常使用週轉率(turnover)或成交量作為測試股票流動性之代理變數, 但成交量並未考慮公司流通在外股數的差異, 因此本研究採用股票週轉率衡量減資前後公司股票流動性之變化。

週轉率是在某段期間內公司股票之成交量, 及流通在外股數的比率, 即每一股流通在外股票在這段期間內轉手的次數。週轉率越高表示股票流動性相對較佳, 若股票週轉率低表示其流動性偏低。本文根據 Tkac (1999) 的市場交易量模式衡量減資前後週轉率之變化, Tkac (1999) 的市場交易量模式認為每一型態的投資人都希望能將其最適投資組合與其他型態投資人的最適投資組合趨於一致, 以減少財富分配的變動, 據以建立公司交易量與市場交易量之關連性, 推論是市場全面性的交易將會依各資產佔市場的相對價值而傳導至各資產中, 例如一公司之市值佔市場投資組合的 3%, 則此公司的交易量將是市場交易量的 3%, 且所有公司的週轉率皆應與市場週轉率相等。因此 Tkac (1999) 認為以交易量市場模式衡量預期交易量是較適當的方式。其迴歸式如下:

$$TO_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \cdot CD_{i,t} + \beta_2 \cdot TO_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

式中:  $TO_{i,t}$  為第  $i$  種證券在第  $t$  日之週轉率,  $TO_{i,t} = V_{i,t}/O_{i,t}$

$V_{i,t}$  為第  $i$  種證券在第  $t$  日之成交量。

$O_{i,t}$  為第  $i$  種證券在第  $t$  日之流通在外總股數。

$CD_{i,t}$  為減資虛擬變數, 宣告前為 0, 宣告後為 1。

$TO_{m,t}$  為  $t$  時的市場週轉率。

$\varepsilon_i$  為誤差項。

上式中  $\beta_0$  是  $i$  股票的自發性交易活動,  $\beta_2 \cdot TO_{m,t}$  是  $i$  股票與市場有關的交易活動, 本文加入減資宣告前後的虛擬變數  $CD_{i,t}$ , 探討公司宣告辦理現金減資前後週轉率之變化,  $\beta_1 \cdot CD_{i,t}$  是公司現金減資後週轉率的變動。

## (三) 上市櫃公司宣告現金減資後的營運績效。

企業現金減資的目的是希望透過減資的方式, 改善股本過度膨脹因而導致財務績效指標惡化之問題, 進而改善公司實質營運績效。本研究驗證上市櫃公司現金減資之決策是否會影響公司的實質營運績效, 並探討是否可達成改善財務績效指標的目的。本文依據 King and Lenox (2001) 及 Konar and Cohen (2001) 的方法, 以 Tobin Q 作為公司實質的營運績效指標<sup>9</sup>。此外並依據 Fama and French (2001) 的方法, 分別以銷貨邊際利潤、資產報酬率及股東權益報酬率作為公司財務績效指標的代理變數, 其中銷貨邊際利潤可觀察現金減資後的實質營運績效變動, 資產報酬率及股東權益報酬率則可衡量減資後與股本有關的名目財務績效指標。因此本文分別以 Tobin Q 及銷貨邊際利潤探討現金減資決策與與實質經濟績效間的

<sup>9</sup> Tobin Q 為公司的市值與有形資產重置成本的比值, 通常用以衡量公司的經營是否有效率, 因此本文利用 Tobin Q 衡量企業的實質經營績效。

關係，並以資產報酬率及股東權益報酬率衡量現金減資決策是否可達成改善名目財務績效指標的目的。

由於本研究觀測現金減資宣告的樣本期間為 2002 年至 2007 年，為比較減資宣告前後經營績效變化，本研究同時加入宣告現金減資公司 1996 年至 2001 年的相關財務資料，因此檢測期間為 1996 年至 2007 年。並以下列迴歸模式分別檢測上述財務績效指標及實質績效指標在現金減資宣告前後是否有顯著變化。其迴歸模式如下：

$$[\text{Performance}_{i,t}] = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot \text{CD}_{i,t} + \alpha_2 \cdot \text{DIV}_{i,t} + \alpha_3 \cdot \text{DEBT}_{i,t} + \alpha_4 \cdot \text{INVEST}_{i,t} + \alpha_5 \cdot \text{SIZE}_{i,t} + \alpha_6 \cdot \text{LEV}_{i,t} + \alpha_7 \cdot \text{ID}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

式中： $\text{Performance}_{i,t}$  為公司經營績效；分別以 Tobin Q、銷貨邊際利潤率、資產報酬率及股東權益報酬率作為績效指標的代理變數。其中 Tobin Q = (權益市值 + 負債帳面值) / 總資產帳面值。

$\text{CD}_i$  為減資虛擬變數，宣告現金減資後設為 1，之前為 0。

$\text{DIV}_i$  為第  $i$  家公司股利支付率；等於  $\log \{ (\text{現金股利} + \text{股票股利}) / \text{EPS} \}$ 。

$\text{DEBT}_i$  為第  $i$  家公司負債 / 權益比例；等於負債帳面價值除以股東權益帳面價值。

$\text{INVEST}_i$  為第  $i$  家公司資本支出；等於 (今年固定資產淨額 - 去年固定資產淨額 - 差額 + 當年度折舊費用)。

$\text{SIZE}_i$  為公司規模；等於期末總資產的帳面價值取自然對數。

$\text{LEV}_i$  為公司長期負債與流動負債合計之總負債除以總資產之比率。

$\text{ID}_i$  為產業別之虛擬變數；公司是否為電子產業，是則為 "1"，否則為 "0"。

$\varepsilon_i$  為第  $i$  家公司於第  $t$  期之殘差。

## 肆、實證結果

本研究首先分析現金減資宣告對股價及流動性等市場特性的影響，再分析對財務績效指標及實質營運績效等基本特性之影響。

### 一、企業宣告現金減資對股價的宣告效果

本文以公司宣告辦理現金減資之宣告日為事件日，事件期設定為事件日當天，及事件日前後 1 天、5 天、20 天、60 天及 120 天，檢視平均異常報酬與累積平均異常報酬之變化。



本文先測試每日異常報酬之變化，如圖1所示，可看出在事件日(即宣告日當天)，異常報酬明顯大於0，高達2.5%，而於事件日前後1天、5天、20天、事件日前60天及120天，並未看出異常報酬之變化有太大之波動，大致都在正負1%之間，但是在事件日後60天至120天之間異常報酬則有漸漸向上之趨勢，異常報酬最高向上提升至1.5%，結果顯示，企業於減資宣告日當天對其股價具有正向之宣告效果，而在宣告日前1天至120天及宣告日後60天內之異常報酬大致相同，於這些期間現金減資公司股價提前反應的現象不明顯，而在宣告日後60天至120天，異常報酬有提高之趨勢，可能具有正向之宣告效果。

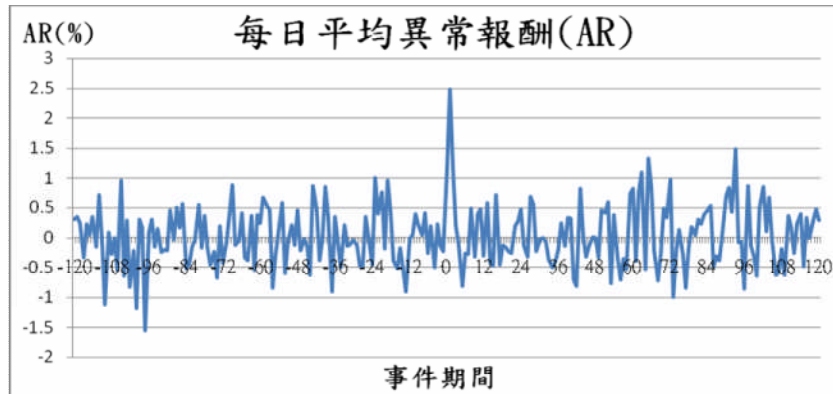


圖1、每日平均異常報酬

為進一步檢測此宣告效果，本研究再利用買進並持有(buy-and-hold)異常報酬(abnormal return)的方法，以事件日為基準進行分析，如圖2所示，於事件日(即宣告日)當天之BHAR顯著大於0，而在事件日後1天至120天，可明顯看出BHAR有顯著上升之趨勢，因此企業宣告辦理現金減資後，對其股價具有正向的宣告效果；而相對事件日之前，BHAR並無太大之變化，大致都在0%到2%之間，並未能看出企業宣告辦理現金減資前，股價有提前反應的現象，其結果大致與圖1相同。

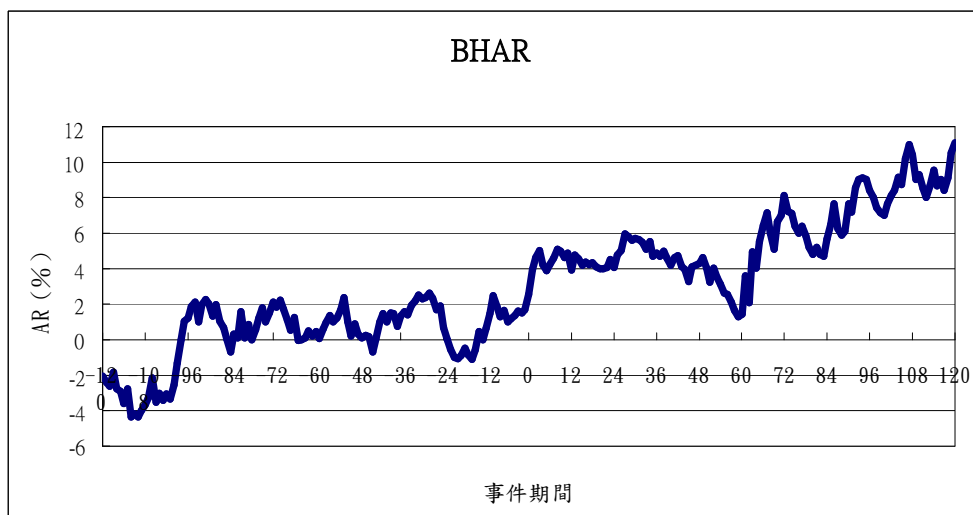


圖2、買進並持有異常報酬

本研究再根據樣本資料對BHAR進行t檢定，如表2所示，結果顯示宣告日當天異常報酬之平均值為2.584%，t值為4.583，在1%的信賴水準下顯著大於0，而宣告日後1天、5天、20天及120天的BHAR也顯著大於0，結果大致與圖1及圖2相同，即企業宣告現金減資當天及後續期間，其股價具有正向的宣告效果，支持假說一的推論。此外，宣告日至宣告日前1天及5天的BHAR分別為1.707%及1.006%，t值分別為2.615及1.886，皆顯著大於0。此結果說明企業在宣告現金減資前，其股價有提前反應的現象。這兩個結果皆支持企業宣告現金減資對股價是一個正面的訊號。

此外，雖然宣告日至宣告日後60天的BHAR並不顯著（其平均值為1.423%，t值為0.35），但宣告日至宣告日後120天的BHAR平均數為11.097%，其t值為1.981，在5%的信賴水準下顯著大於0，宣告日至宣告日後240天及360天的BHAR平均數也顯著大於0，且由圖2可發現，宣告日後61天至120天的BHAR有顯著攀升的趨勢，此結果說明企業宣告現金減資後，除了宣告日至宣告日後20天出現正向的宣告效果外，在宣告日60天以後，也開始出現正向的異常報酬，此異常報酬可能是反應企業現金減資後的營運績效提升，因此本研究後續將再就現金減資與企業經營績效間的關係進行驗證。

表2 宣告日前後BHAR之t檢定

註：\*表示在10%的信賴水準下顯著； \*\*表示在5%的信賴水準下顯著；\*\*\*表示在1%的信賴水準下顯著。

	事				件	期			間				
樣本公司	0~ -120	0~ -60	0~ -20	0~ -5	0~-1	0	0~1	0~5	0~20	0~60	0~120	0~240	0~360
晶華酒店（第一次）	-65.541	-19.292	-2.866	4.067	6.141	5.241	7.981	-0.754	-3.133	4.221	18.949	3.077	-0.754
龍邦開發	-6.732	-13.837	-6.941	1.987	-1.513	0.379	1.914	-1.681	1.715	-12.917	29.048	-1.652	-1.211
太欣	-2.815	-0.189	1.957	3.913	3.983	3.132	3.813	8.385	9.351	10.243	17.211	2.852	1.135
旺詮	-12.399	4.972	0.637	2.478	2.687	2.865	4.212	-5.752	-5.426	-39.788	-25.571	1.613	-1.714
晶華酒店（第二次）	25.412	16.118	-2.443	-2.772	-0.55	2.259	6.617	23.037	9.089	8.993	25.095	2.112	3.147
凌陽科技	-22.46	-9.274	-4.156	-0.153	5.518	4.963	6.021	0.226	1.842	6.618	28.059	1.023	0.886
光寶科技	-21.257	-8.483	7.471	3.553	3.899	6.328	8.235	-8.563	-13.518	-1.401	-20.468	3.621	-1.573
東鹼	-0.469	-11.067	-10.849	2.233	1.359	3.348	3.231	3.276	4.815	-6.442	-8.885	2.012	3.276
瑞昱	53.299	9.045	1.88	1.721	-1.817	-0.937	0.472	-0.811	9.691	38.015	48.344	1.312	-0.811
聯電	-9.633	-2.143	-2.745	-0.379	-0.226	0.862	3.583	7.052	2.555	-2.67	-15.947	-0.018	-0.752
和成	-3.981	-1.065	-2.003	-2.117	4.627	2.681	3.543	5.892	10.062	2.011	18.951	-1.069	5.612
東貿	7.064	2.857	2.851	4.184	2.651	4.583	5.126	7.832	12.571	19.657	27.297	3.124	4.852
昆盈企業	5.271	11.712	3.1	-0.933	-1.042	-1.532	-1.048	14.233	11.353	18.086	54.793	-0.933	1.313
云辰	-13.944	-2.396	-1.818	-0.224	4.225	5.636	7.347	3.34	10.641	-14.614	-6.109	-0.234	3.134
中華電	2.717	5.648	-0.758	2.306	-0.19	0.456	-1.614	-1.049	-4.222	-13.386	-10.031	2.306	-1.049
友訊科技	41.47	9.413	3.859	-1.347	-1.221	0.913	4.722	9.738	19.633	13.36	17.698	1.047	2.628
遠傳	-11.932	6.078	-1.413	-0.226	3.328	0.994	2.393	4.235	1.053	-5.616	-4.996	-0.125	3.611
台灣大	-1.188	10.159	-3.842	-0.181	-1.141	3.696	4.534	1.221	-6.347	1.236	6.299	-0.121	1.221
平均數（%）	-2.062	0.459	-1.004	1.006	1.707	2.548	3.949	3.881	3.985	1.423	11.097	1.108	1.275
標準差	25.577	9.774	4.254	2.2	2.691	2.293	2.822	7.381	8.339	16.766	23.092	2.451	2.514
t-value	-0.332	0.193	-0.974	1.886**	2.615***	4.583***	5.770***	2.168**	1.970**	0.351	1.981**	1.918**	2.152**

## (二) 上市櫃公司宣告現金減資對流動性的影響

本研究同時探討現金減資宣告是否會吸引投資人的注意及公司能見度，並增加公司股票之流動性，採用股票週轉率指標衡量現金減資宣告前後公司股票流動性變化。

本文預期公司在宣告現金減資決策，能提昇公司形象及能見度，並吸引投資人注意，其宣告後的股票週轉率會較宣告前高。本文利用Tkac (1999)的市場交易量模型，並加入現金減資宣告的虛擬變數進行分析。迴歸分析結果如表3所示：

表3 宣告現金減資對週轉率的影響

變數	係數	標準差	t-統計量	P 值
常數項	0.354	0.038	9.284***	<0.001
CD	0.128	0.026	4.811***	<0.001
$TO_m$	0.082	0.046	1.801*	0.072
$R^2=0.013$ $Adj-R^2=0.012$				

註：1. \*表示在10%的信賴水準下顯著； \*\*表示在5%的信賴水準下顯著；\*\*\*表示在1%的信賴水準下顯著。

2. CD為減資虛擬變數，宣告前為0，宣告後為1。 $TO_m$ 為市場周轉率。

由表3迴歸分析結果顯示，現金減資宣告虛擬變數的係數值為0.128，t值4.811(P值小於0.001)，顯著大於0，表示股票流動性於宣告現金減資後顯著提高。此結果支持假說二現金減資宣告會增加股票流動性的看法。

## (三) 上市櫃公司宣告現金減資對營運績效的影響

為驗證現金減資的財務決策是否能達成改善公司財務績效的目的，並進而影響公司的實質營運績效。本研究分別以Tobin Q及銷貨邊際利潤作為實質營運績效指標，並以資產報酬率及股東權益報酬率作為財務績效的代理變數，探討現金減資決策對營運績效的影響。迴歸分析結果分別如表4至表7所示，實證結果發現，公司現金減資決策對於銷貨邊際利潤及Tobin Q等實質營運績效並無影響，但能達到改善資產報酬率及股東權益報酬率等名目財務績效指標的目的。

### 1. 現金減資決策對Tobin's Q的影響

一般以Tobin's Q為衡量公司實質投資價值，以公司市場價值除以重置成本之價值比衡量。Tobin's Q越高，投資價值越大。表4為檢測現金減資宣告對TOBQ影響的迴歸分析結果，由表中可看出現金減資宣告虛擬變數CD之係數值為0.004，t值為0.4825，並不顯著，此結果說明屬於企業財務操作的現金減資決策並未影響企業的實質營運績效。結果顯示企業宣告現金減資，僅影響財務報表數字績效，對企業的實質營運績效及投資價值並無影響。

表4、現金減資決策對Tobin's Q的影響

變數	係數	標準差	t-統計量	P 值
常數項	0.117	0.265	0.401	0.689

<i>CD</i>	0.004	0.008	0.483	0.630
<i>DIV</i>	-0.001	0.013	-0.054	0.957
<i>DEBT</i>	0.135	0.019	6.878***	<0.001
<i>INVEST</i>	-0.004	0.003	-1.271	0.206
<i>SIZE</i>	-0.003	0.004	-0.695	0.488
<i>LEV</i>	0.638	0.046	13.730***	<0.001
<i>ID</i>	-0.028	0.005	-5.447***	<0.001

$R^2=0.198$        $Adj-R^2=0.051$

註：1. \*表示在10%的信賴水準下顯著； \*\*表示在5%的信賴水準下顯著；  
\*\*\*表示在1%的信賴水準下顯著。

2.  $CD_i$  為減資虛擬變數，宣告現金減資後設為1，之前為0。 $DIV_i$  為第  $i$  家公司股利支付率，等於  $\log \{ (現金股利 + 股票股利) / EPS \}$ 。 $DEBT_i$  為第  $i$  家公司負債 / 權益比例；等於負債帳面價值除以股東權益帳面價值。 $INVEST_i$  為第  $i$  家公司資本支出；等於 (今年固定資產淨額 - 去年固定資產淨額之差額 + 當年度折舊費用)。 $SIZE_i$  為公司規模；等於期末總資產的帳面價值取自然對數。 $LEV_i$  為公司長期負債與流動負債合計之總負債除以總資產之比率。 $ID$  為產業別之虛擬變數；公司是否為電子產業，是則為1，否則為0。

## 2. 現金減資決策對銷貨邊際利潤的影響

表5為檢測現金減資宣告對銷貨邊際利潤影響的迴歸分析結果，由表中可看出，現金減資宣告虛擬變數  $CD$  之係數值為 -0.221， $t$  值為 -0.171，並不顯著，此結果與 Tobin's  $Q$  的分析結果一致，說明屬於企業財務操作的現金減資決策並未影響企業的實質營運績效。

表 5、現金減資決策對銷貨邊際利潤的影響

變數	係數	標準差	$t$ -統計量	P 值
常數項	-0.279	3.818	-0.073*	0.942
<i>CD</i>	-0.221	1.293	-0.171	0.864
<i>DIV</i>	-2.886	1.870	-1.543	0.125
<i>DEBT</i>	-5.418	2.641	-2.052**	0.042
<i>INVEST</i>	-0.003	0.018	-0.163	0.871
<i>SIZE</i>	0.283	0.584	0.484	0.629
<i>LEV</i>	11.347	6.180	1.836*	0.068
<i>ID</i>	-2.435	0.733	-3.324***	0.001

$R^2=0.151$        $Adj-R^2=0.048$

註：1. \*表示在10%的信賴水準下顯著； \*\*表示在5%的信賴水準下顯著；  
\*\*\*表示在1%的信賴水準下顯著。

2.  $CD_i$  為減資虛擬變數，宣告現金減資後設為1，之前為0。 $DIV_i$  為第  $i$  家公司股利支付率，等於  $\log \{ (現金股利 + 股票股利) / EPS \}$ 。 $DEBT_i$  為第  $i$  家公司負債 / 權益比例；等於負債帳面價值除以股東權益帳面價值。 $INVEST_i$  為第  $i$  家公司資本支出；等於 (今年固定資產淨額 - 去年固定資產淨額之差額 + 當年度折舊費用)。 $SIZE_i$  為公司規模；等於期末總資產的帳面價值取自然對數。 $LEV_i$  為公司長期負債與流動負債合計之總負債除以總資產之比率。 $ID_i$  為產業別之虛擬變數；公司是否為電子產業，是則為1，否則為0。

### 3. 現金減資決策對資產報酬率的影響

由表6可看出現金減資虛擬變數CD之係數值為0.073，t值為2.503，在5%的信賴水準下顯著大於0，與對銷貨邊際利潤的影響不同，顯示現金減資決策可提升企業的資產週轉率，因此傳統營運績效指標ROA，在公司現金減資後，其績效顯著優於減資前。從上述分析之角度來看，減資對於提升每股淨值及每股獲利能有立竿見影之效果，亦能夠對於股本過度膨脹有所抑制，因此公司減資後之ROA較減資前佳，與本文假說四認為現金減資可達成改善財務績效指標之預期相符。

表 6、現金減資決策對資產報酬率的影響

變數	係數	標準差	t-統計量	P 值
常數項	0.015	0.086	0.176	0.861
CD	0.071	0.029	2.503**	0.013
DIV	-0.157	0.042	-3.732***	<0.001
DEBT	0.024	0.060	0.395	0.693
INVEST	-0.002	0.001	-1.729*	0.086
SIZE	0.014	0.013	1.079	0.282
LEV	-0.199	0.139	-1.435	0.153
ID	0.062	0.017	3.744***	<0.001
R <sup>2</sup> =0.260    Adj-R <sup>2</sup> =0.170				

註：1. \*表示在10%的信賴水準下顯著；\*\*表示在5%的信賴水準下顯著；\*\*\*表示在1%的信賴水準下顯著。

2.  $CD_i$  為減資虛擬變數，宣告現金減資後設為1，之前為0。 $DIV_i$  為第  $i$  家公司股利支付率，等於  $\log \{ (現金股利 + 股票股利) / EPS \}$ 。 $DEBT_i$  為第  $i$  家公司負債 / 權益比例；等於負債帳面價值除以股東權益帳面價值。 $INVEST_i$  為第  $i$  家公司資本支出；等於 (今年固定資產淨額 - 去年固定資產淨額之差額 + 當年度折舊費用)。 $SIZE_i$  為公司規模；等於期末總資產的帳面價值取自然對數。 $LEV_i$  為公司長期負債與流動負債合計之總負債除以總資產之比率。 $ID_i$  為產業別之虛擬變數；公司是否為電子產業，是則為1，否則為0。

### 4. 現金減資決策對股東權益報酬率的影響

由表7可看出現金減資虛擬變數CD之係數值為0.396，t值為2.18，在5%的信

賴水準下顯著大於0，大致與上表資產報酬率之結果相同，顯示現金減資對權益乘數的影響並未改變資產週轉率提高所顯現的效益，因此公司宣告現金減資後，營運績效指標ROE較宣告佳，與本文假說四之預期一致。

表 7、現金減資決策對股東權益報酬率的影響

變數	係數	標準差	t-統計量	P 值
常數項	0.143	0.535	0.267	0.790
CD	0.396	0.181	2.181**	0.031
DIV	-0.555	0.262	-2.117**	0.036
DEBT	0.379	0.370	1.025	0.307
INVEST	-0.005	0.002	-2.645***	0.009
SIZE	0.087	0.082	1.065	0.289
LEV	-3.052	0.867	-3.522***	0.001
ID	0.448	0.103	4.359***	<0.001
R <sup>2</sup> =0.368    Adj-R <sup>2</sup> =0.291				

註：1. \*表示在10%的信賴水準下顯著； \*\*表示在5%的信賴水準下顯著；  
\*\*\*表示在1%的信賴水準下顯著。

2. CD<sub>i</sub> 為減資虛擬變數，宣告現金減資後設為1，之前為0。DIV<sub>i</sub>為第i家公司股利支付率，等於log { (現金股利+股票股利)/EPS }。DEBT<sub>i</sub>為第i家公司負債 / 權益比例；等於負債帳面價值除以股東權益帳面價值。INVEST<sub>i</sub>為第i家公司資本支出；等於(今年固定資產淨額-去年固定資產淨額之差額+當年度折舊費用)。SIZE<sub>i</sub>為公司規模；等於期末總資產的帳面價值取自然對數。LEV<sub>i</sub>為公司長期負債與流動負債合計之總負債除以總資產之比率。ID<sub>i</sub>為產業別之虛擬變數；公司是否為電子產業，是則為1，否則為0。

## 伍、結論與建議

本研究使用事件研究法與 Barber and Lyon(1997)透過規模調整後的報酬估計買進並持有異常報酬的方法進行分析，驗證公司宣告以現金減資方式退還股款予股東，在宣告後之股價異常報酬。此外本文為探討減資行為是否會影響公司股票之流動性，採用股票週轉率衡量減資前後公司股票流動性之變化。最後本研究探討上市櫃公司宣告現金減資之決策是否會影響公司營運績效，本文以Tobin's Q、銷貨邊際利潤、資產報酬率及股東權益報酬率作為營運績效的代理變數，探討現金減資決策與公司績效間的關係。實證結果整理如下：

1. 本文先測試每日異常報酬之變化，結果顯示現金減資宣告在宣告日後具有正

向之宣告效果。再根據買進並持有異常報酬的方法進行分析，企業宣告辦理現金減資後，對其股價具有正向的宣告效果；且於事件日之前，企業宣告辦理現金減資前，其股價有事先反應的現象。

2. 本文以股票週轉率衡量減資前後公司股票流動性之變化，股票週轉率實證結果為顯著正相關，表示公司宣告現金減資後其流動性較宣告前高。
3. 本文以Tobin's Q、銷貨邊際利潤、資產報酬率及股東權益報酬率作為營運績效的代理變數，結果顯示現金減資後Tobin's Q及銷貨邊際利潤等實質營運績效指標的變動不顯著，而資產報酬率及股東權益報酬率等名目績效指標可獲得改善。顯示企業現金減資決策雖然對於實質營運績效並無影響，但仍可達提升企業資產週轉率的效益及財務報表數字績效的目的。

本研究進行實證時，有下述兩個重要因素尚待克服，而這兩個尚待克服的限制可能使得實證結果有所偏誤：

1. 公司營運績效同時受到許多因素的影響，甚至彼此之間具有互相牽連的關係，如企業政策、外在總體環境的變化等種種因素，但由於此類因素不易量化，無法納入本研究探討範圍之中。
2. 本研究之樣本僅包含2002年至2007年宣告辦理現金減資之公司，由於國內現金減資情形在2006年以後才陸續增加，因此樣本數僅為18家上市櫃公司，樣本數不足為本文之一大限制。

### 參考文獻

- 王克陸、黃思瑋與陳建瑋，2006，「現金增資前後營運績效變化與自由現金流量假說」，交大管理學報，第26期：1-14。
- 林瑋莉，2006，台灣現金減資宣告效果之實證研究，國立台灣大學財務金融研究所未出版碩士論文。
- 林寶珍，2004，上市公司減資方式與其股價異常報酬關係之研究，東吳大學國際貿易系未出版碩士論文。
- 邱繼毅，2004，我國上市櫃公司減資行為之資訊內涵實證研究，國立中正大學財務金融所未出版碩士論文。
- 陳振遠與王朝仕，2007，「現金增資之績效再檢測---考慮新上市公司股票效應、成長機會與內部人交易」，台灣管理學刊，第7期：145-165。
- 郭宗銘，2006，「減資拿回資金股東課稅較少」，經濟日報。
- 曹壽民、紀信義與劉正良，2007，「股市對創新活動的評價是否具有效率性？從研發效率與內部人交易論析」，會計評論，第45期：27-55。
- 楊芳瑜，2006，公司減資退還股款之研究，國立台灣大學會計研究所未出版碩士論文。
- Aharony, J., & Dotan, A. 1994. Regular dividend announcement and future unexpected earnings: an empirical analysis. *The Financial Review*, 29: 125-151.
- Akhigbe, A. & Madura, J. 1996. Dividend policy and corporate performance. *Journal of Business Finance and Accounting*, 23: 1267-1287.



- Barber, B. M., & Lyon, J. D. 1997. Detecting long-horizon abnormal stock returns: the empirical power and specification of test statistics. *Journal of Financial Economics*, 43: 341-372.
- Barclay, M. J., & Litzenberger, R. H. 1988. Announcement effects of new equity issues and the use of intraday Price data. *Journal of Financial Economics*, 21: 71-99.
- Blume, M. E., & Stambaugh, R. F. 1983. Biases in computed returns : An application to the size effect. *Journal of Financial Economics*, 12: 387-404.
- Chang, R. P., & Rhee, S. G. 1990. The impact of personal taxes on corporate dividend policy and capital structure decisions. *Financial Management*: 19: 21-31.
- Conrad, J., & Kaul, G. 1993. Long-term market overreaction or biases in computed returns? *The Journal of Finance*, 48 : 39-63.
- Collins, D. W., & Hribar, P. 2000. Earnings-based and accrual-based market anomalies: one effect or two? *Journal of Accounting and Economics*, 29 : 101-123.
- Copeland, T. E. 1976. A model of asset trading under the assumption of sequential information arrival. *Journal of Finance*, 31:1149-1168.
- Dittmar, A. K. 2000. Why do firms repurchase stock? *Journal of Business*, 73: 331-355.
- Dubofsky, D. A., & Groth, J. C. 1984. Exchange listing and stock liquidity. *Journal of Financial Research*, 7: 291-302.
- Eisemann, P. C., & Moses, E. A. 1978. Stock dividends: management's view. *Financial Analysts Journal*, 34: 77-80.
- Fama, E. F., & French, K. R. 2001. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60: 3-43.
- Gul, F. A., & Tsui, J. S. L. 1997. A test of the free cash flow and debt monitoring hypothesis: evidence from audit pricing. *Journal of Accounting and Economics*, 24: 219-237.
- Gul, F. A., & Tsui, J. S. L. 2001. Free cash flow, debt monitoring and audit pricing: further evidence on the role of director equity ownership. *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 20: 71-84.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. 1976. Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.
- Jensen, M. C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*. 76: 323-329.
- Kalay, A., & Shimrat, A. 1987. Firm value and seasoned equity issues : Price pressure, wealth redistribution or negative information. *Journal of Financial Economics*, 19: 109-126.
- King, A. A., & Lenox, M. J. 2001. Does it really pay to be green: an empirical study of firm environmental and financial performance. *Journal of Industrial Ecology*, 5 : 105-116.
- Konar, S., & Cohen, M. A. 2001. Does the market value environmental performance?

- The Review of Economics and Statistics*, 83 :281-289.
- Lakonishok, J., & Lev, B. 1987. Stock splits and stock dividends: why, who and when. *Journal of Finance*. 42 : 913-932.
- Loughran, T., & Ritter, J. R. 1997. The operating performance of firms conducting seasoned equity offerings. *Journal of Finance*, 52: 1823-1850.
- McLaughlin, R., Safieddine, A., & Vasudevan, G. K. 1996. The operating performance of seasoned equity issues: free cash flow and post-issue performance. *Financial Management*, 25: 41-53.
- McNally, W. J. 1999. Open market stock repurchase signaling. *Financial Management*, 28: 55-67.
- Tkac, P. A. 1999. A trading volume benchmark: theory and evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 34: 89-114.

## **The Announcement Effect and the Influences on Operating Performance of Deducing Capital Decision**

**Hank Lin**

Partner, Ernst & Young CPA Firm

**Yun-Sheng Hsu**

Associate Professor, National Chung Hsing University

**Jia-Yu Shen**

MBA, National Chung Hsing University

### **Abstract**

The study investigates the effect of the announcement of capital deduction on stock price, and the influences on stock liquidity and operating performance. Jensen (1986) indicated that the managers of the firms with low growth opportunities and high free cash flow tend to inefficient investment. We expect that the capital deduction decision will mitigate the agency problem. For the reason, this study explores the abnormal return around the announcement of capital deduction, the effects of the announcement of capital reduction on liquidity and on operating performance. The results show that the announcement of capital deduction has positive effect on stock price, and it has reacted before the announcement. In addition, the paper finds that the announcement of capital reduction can increase the liquidity of the stock. Finally, this results reveals that capital deduction adopted policy can promote the effect of assets turnover ratio and financial statement performance, but not real value.

**Keywords :** capital deduction, abnormal return, liquidity, operating performance

